

黄金大师课加餐5：无论是日元还是黄金，核心变量都在于Fed带来的结果

戳此加入学习付鹏的[《黄金投资大师课》](#)

加餐5：无论是日元还是黄金，核心变量都在于Fed带来的结果

本期内容首发于 [《付鹏说》2018年8月21日 链接](#)



本期提要

- 1、从利差和风险的角度分析日元

本期内容

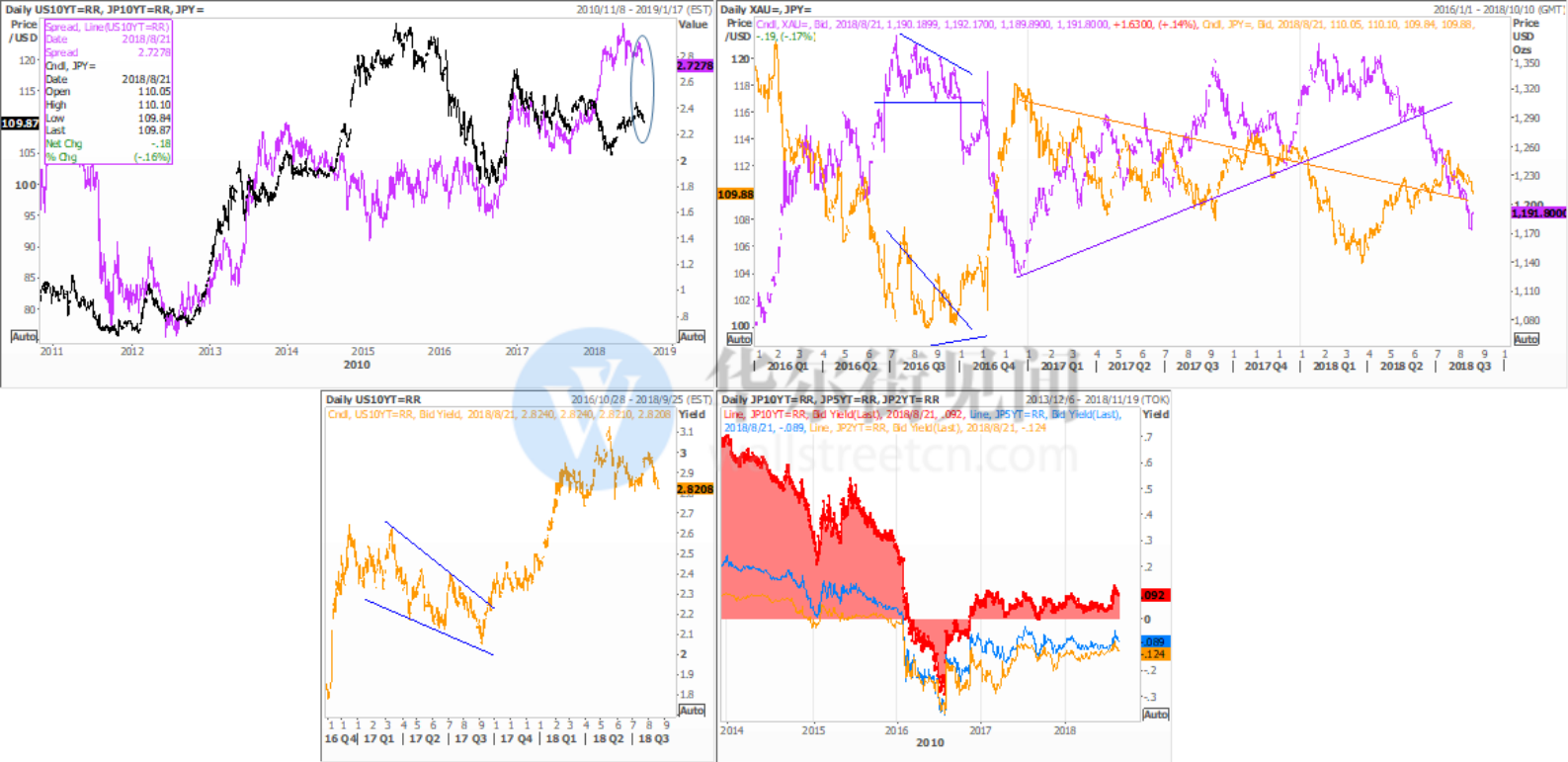
大概有一周没有进行更新了，我们也快结束西藏之旅。回到拉萨以后，我们回顾一下目前市场的一个情况。

后台很多的朋友在问关于日元最近的情况，我们的分析框架仍然是从利差、从风险的角度，这基本上是日元的两个特性，我们从这两个维度上来看一下目前市场发生的变化。

在之前，2018年一季度出现了很大的一个汇率和利差劈叉的现象，当时我们也解释过，很大程度上跟这个套利是有关系的，也跟风险是有关系的。

所以当风险情绪平稳之后，我们看到，由于利差的维持，包括日本的YCC（收益率曲线管控）的政策，都导致了我们看到汇率快速地向着利差的方向进行回归。我们当时说如果说这个趋势发生不变的话，应该就是维持着跟利差一样的节奏。

现在来看，最近这段时间也确实是跟着利差在走，只不过，美国十年期和日本十年期目前的利差应该是收缩的状态，而不是进一步扩张的一个状态。这回到我们聊汇率的时候，叫所谓的跑马政策，实际上我们就是来看这个比较效应。



我们来看一下美国这边的状态。美国进入到二季度和三季度以后，它的长端汇率基本上是维持在2.8到3这样的一个区间之内再进行波动。也就换句话说美国的长端利率没有进一步的上行，这个大家可以延伸的去对应看一看。

目前来讲，美国的长短端利差十年期和两年期，目前只差上不到23个bp了，这是一个非常不好的一个信号。这也是为什么看到昨天晚上特朗普就讲希望美联储不要进一步加息了，因为风险其实是在累积的。如果按照目前的状态，美联储再行动一次的话，可能长短端的倒挂就迅速发生，这样的话我们会看到风险的再次的到来。

相反，我们看看日本的状态，日本在进入到7月份也就是二、三季度交界的时间节点之后，日本把它的为YCC政策做了一个调整，从原来0.1的空间调整到了0.2这样的一个空间范围之内。

当然了，虽然目前来讲日本的十年期大概还出0.1之下、0.092这样的一个水平，但是相当于原来的市场预期的波动空间被放大了。放大了以后，我们看到的就出现了日债和美债之间的利差，在最近是收缩的一个状态。

这里跟我们之前讲的可能隐含这样一个全球风险是有关系的，我们目前单纯地看这个公式，因为它是个比较，可以说是美联储比上一个BOJ，然后我们单纯看美联储比上一个通胀。

我们会发现，其实我们之前也聊过，就是为什么黄金和日元之间会有这样的一个关系的原因。我们看到最近出现了一个同向的关系，日元升值、黄金下跌。黄金下跌的根本原因是通胀完债券，美联储的一个前瞻效应。目前来讲美联储的前瞻效应导致的一个结果就是长短端的利差在不断的快速收缩。

后边大概会发生什么？我们讲黄金时候也聊过，要么就是这种风险最后迫使长短端倒挂以后，使得美联储的货币政策放缓，黄金开始V字形反弹。

如果这个开始出现的话，日元大概会出现什么情况？日本的货币政策还会进一步的向2015年、2016年的样子，其实15年16年我们看到日元的大幅度的贬值，又到大幅度升值，难道你还会像15年16年一样，日本的货币政策还会进一步的极端化吗？

如果不然的话，我们两个跑马游戏就会出现，日本的政策可能会保持不变，这种情况下美联储的政策随着黄金一样开始出现滞后，放缓或者滞后，对应的也就是风险的产生。这个过程中，又会回到原来那样的一个状态下。

所以现在日元应该处在一个非常敏感的一个状态，它目前的利差未来的趋势走向将非常的关键。

第一个方向就是风险大幅度的加大风险大幅度加差，也就是来自于最后使得美联储货币政策进行放缓，如果出现这种情况的话，美国的长短端的倒挂发生以后，美联储政策是否会作出调整？如果做出调整，包括利差在内都会可能会收缩，这对日元来讲就是一个升值的动力。

反之，如果风险并不大的话，美联储继续保持前瞻23个bp、仍然能够拖上半年或者一年的话，我相信可能长短的利差大概还会维持在这样一个水平，对日元来讲大概也会维持在比如109或者到115这样一个水平区间，这样的话日元现在大概就会像当年一样处在一个非常激烈的状态，就没有太明显的一个大趋势的出现。所以我们现在对于日元来讲，也在等。

上一期说我们聊日元的时候，我也说大概会像利差作一个回归，比如回归到115或者到120这样的水平。但是其实它整体来讲还是比较偏鸡肋的，对于这两边的一个动态变化，如果你去做这段利差回归的话，其实也不是在读。我们还是在交易的，就是风险仍然会被滞后，美国的长端利率还会继续上行，日本会保持YCC的政策，这样的话使得利差汇率仍然保持一个同向。

从最近的状态来看，市场似乎并不是这个方向。所以对于日元的组合怎么做呢？很多朋友看过我们《付鹏说》，我们在做汇率跑马的分析的时候，就是比较分析的时候，对于这种不变的、往下没有太大空间的，这样的汇率其实就要非常的谨慎，那你可以搭配一个可能向下有空间的一个汇率去做。

所以你们最近会发现，比如说澳元兑日元、包括纽元兑日元原来的高息对零利率（YCC）这样的一个汇率兑，它的波动反倒要比直接汇率的波动要大一些，这可能就是跑马之间的优势。

所以总结起来，从我的角度大概来看，日元可能处在一个很敏感的一个状态，就是说这个区间处在一个非常敏感的状态，不要轻易地直接对美元兑日元进行押注，这个可以等一等。

等我们前面假设的两个条件更加的明确一些，究竟是美联储继续的前瞻使得风险加大，然后利率倒挂，长端利率无法继续上行。然后这个时候风险性事件开始产生，推动着我们甚至包括美债的长端开始有一个向下的预期，这个时候可能日元就可能有一个大幅度升值的动力出现。

一旦这个东西出现的时候，你也应该明白迅速的就应该转入到买黄金的一个状态。这其实并不是说是日元和黄金，其实它的核心说到底都是美国的变化。

所以这到时候是一个组合，如果不出现这个状态的话，日元大概是一个鸡肋状态，就维持在比如110为上线的话，我觉得更倾向于1015这样一个区间为上限，来进行一个激烈波动，这个过程中直接交叉直接做它汇率可能就不划算。而这个过程中，现在也可以通过观察黄金的状态。

我们也讲过，黄金的核心逻辑也是跟美联储的前瞻和后盾有关系，说白了，现在的一切的一切都是集中在美联储的货币政策到底是否会产生风险，因为长短端已经23个bp了。

这个可能是包括从今年Q4季度、一直到明年Q1Q2季度来讲，都是我们重点要观察的一个核心变量。它不但影响着我们的日元，影响着黄金，可以说影响着研究金融体系的方方面面。

今天这期我们通过这10分钟，大概就把日元的核心框架重新给大家再梳理一下，使得方便大家可以根据框架逻辑去做出适当的策略的搭配。

- E N D -

黄金投资思维特训

搭建FICC视角下的黄金投资方法论

一、黄金大师课概览与框架

1.1 黄金大师课概览

1.2 黄金大师课框架

二、资本市场的成熟化与投资启示

2.1 黄金历史价格走势复盘

2.2 黄金中观框架：实际利率

2.3 黄金：历史的天空回顾——隐形通货膨胀税

2.4 黄金：历史的天空回顾——石油危机与利率约束

2.5 黄金：历史的天空回顾——布雷顿森林体系崩溃

2.6 美国企业债务杠杆问题

2.7 美国财富的累积与分配

2.8 透过财政赤字看美国社会的核心问题

2.9 利率的终结导致美国社会阶层固化

三、黄金宏观分析框架与历史复盘

3.1 黄金宏观框架：债务与信用

3.2 透过美国四大部门杠杆看债务与信用

3.3 美国信用问题与债务货币化

3.4 日本和中国的四大部门杠杆

3.5 黄金分析框架与路径总结

四、黄金与其他资产的分析框架

4.1 黄金租赁利率

4.2 黄金与日元：套息交易下的反馈机制

4.3 黄金与其他资产的比价、传导关系

五、黄金交易层面的注意事项

5.1 黄金CFTC持仓分析

5.2 商品交易层面方法论上的思考

六、白银分析框架与交易策略

6.1 白银基本面分析的特殊性

6.2 商品的实货交易与风险对冲